



TITLE:

創業利得と株式資本の水増し

AUTHOR(S):

高寺, 貞男

CITATION:

高寺, 貞男. 創業利得と株式資本の水増し. 経済論叢 1973, 111(5-6): 363-382

ISSUE DATE:

1973-05

URL:

<https://doi.org/10.14989/133530>

RIGHT:

經濟論叢

第111卷 第5・6号

創業利得と株式資本の水増し……………	高 寺 貞 男	1
資本蓄積と生産関数……………	瀬 地 山 敏	21
資産選択と消費行動……………	古 川 顯	43
日本資本主義確立期における 電力国家政策の形成と都市電気業統制……………	小 桜 義 明	61
経済時系列データにおける集計の効果……………	東 田 啓	84
戦時調達価格と価格統制……………	林 堅 太 郎	95

昭和48年 5・6 月

京 都 大 学 經 済 學 會

創業利得と株式資本の水増し

高 寺 貞 男

I 独占利潤と創業利得

ルードルフ・ヒルファーディング (1877～1941) が『金融資本論——資本主義の最近の発展についての研究』(1910年)において「1つの独自の経済的範疇である」¹⁾ことを折出した「創業利得または発行利得」²⁾は、「超過利潤のみを基礎として生ずるものではなく、平均利得の下においても生ずる一般的なものである」³⁾が、「しかし、創業利得は、ほかの事情が等しければ、利潤の高さに依存する。」⁴⁾「この場合には、利潤率の相違は創業者利得の高さの相違となつてあらわれる」⁵⁾から、「平均以上の利潤をあげるところ」⁶⁾では、平均利潤マイナス利子が資本還元されるばかりではなく、さらに「一般的平均とは別に、それをこえて高くなる」⁷⁾「特別利潤が資本還元されてとくに高い創業者利得を期待させる」⁸⁾ことになる。

したがって、独占利潤の予想される場合に「もっとも高い創業者利得」⁹⁾が発生するはずであるが、実際には、「独占利潤の約束されるトラストの形成並に拡大に際して「創業利得が」最も大規模に発生する」¹⁰⁾とはかぎらない。

1) Rudolf Hilferding, *Das Finanzkapital, Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, Berlin, 1955, S. 145.

2) *Ebenda*, S. 249.

3) 別府正十郎『資本金の経済理論』昭和39年, 51ページ。

4) Hilferding, *a. a. O.*, S. 275.

5) Hilferding, *a. a. O.*, S. 271.

6) Hilferding, *a. a. O.*, S. 270.

7) Karl Marx, *Das Kapital, Kritik der politischen Ökonomie*, 3. Bd., Berlin, 1956, S. 288.

8) Hilferding, *a. a. O.*, S. 271.

9) Hilferding, *a. a. O.*, S. 271.

10) 古賀英正『支配集中論——米國金融資本の研究』昭和27年, 268ページ。

なるほど、「産業独占を意味する」¹¹⁾ トラストに編入された企業が、「トラスティー方式 (the trustee device)」¹²⁾ による「リーガル・トラスト (the legal trust)」¹³⁾ または「旧式トラスト (the old trust)」¹⁴⁾ に加入した企業の多くがそうであったように、パートナーシップ (partnerships) の形態をとっていたならば、そこでは創業利得が発生する余地はなかったから、トラストの形成にあたり一挙に独占利潤マイナス利子を資本還元した「もっとも高い創業者利得」が発生するであろう。また、はじめから株式会社、特に持株会社の形態で形成された「近代的トラスト (the modern trust)」¹⁵⁾ がさらに拡大するために「新〔株を〕発行するさい」にも、同じように「高い創業者利得」¹⁶⁾ が発生するであろう。しかし、トラストに編入された企業が、近代的トラストに吸収された企業の多くがそうであったように、株式会社 (corporations) の形態をとっていたならば、そこにおいてすでに平均利潤マイナス利子を資本還元した創業利得が発生してしまっているので、トラストの形成や拡大のさいには、創業利得として独占利潤から平均利潤を差引いた残りの「特別利潤が資本還元される」¹⁷⁾ にすぎない。

この点を意識してか、ヒルファーディングは「トラストの形成のさいに……重要な役割を演ずる」¹⁸⁾ 創業利得に論及した場合、独占的「企業合同によって競争が排除される」¹⁹⁾ ところでは、1つの新企業が創設される。この企業はより高い利潤を期待しうる。このより高い利潤〔マイナス?〕は資本還元されて〔?〕創業者利得を形成しうる」¹⁹⁾ と、括弧内への補足の仕方いかんによっては、独占利潤「マイナス利子」が資本還元されて「もっとも高い」創業利得を

11) Elliot Jones, *The Trust Problem in the United States*, New York, 1922, p. 1. Cf. Jeremiah Wipple Jenks and Walter E. Clark, *The Trust Problem*, 5th ed., Garden City, N. Y., 1929, pp. 24, 29.

12) Jones, *op. cit.*, p. 19.

13) William Z. Ripley (ed.), *Trusts, Pools and Corporations*, Boston, 1905, p. vii; Arthur S. Dewing, *Corporate Promotions and Reorganizations*, Cambridge, 1914, p. 520.

14) *Ibid.*, p. 521.

15) Jones, *op. cit.*, p. 27.

16) Hilferding, *a. a. O.*, S. 334.

17) Hilferding, *a. a. O.*, S. 348.

18) Hilferding, *a. a. O.*, S. 333.

19) Hilferding, *a. a. O.*, S. 333.

形成しうるとも、また、すでに平均利潤マイナス利子を資本還元した創業利得が形成されているので、それとは別に、独占利潤「マイナス平均利潤」イコール特別利潤が資本還元されて「あらたに」創業利得を形成しうるとも、いずれにも解釈できる余地を残したあいまいな叙述をしているが、この個所は近代的「トラストの形成のさい」に限った叙述として、独占利潤「マイナス平均利潤」イコール特別利潤が資本還元されて「あらたに」形成される創業利得と解すべきであろう。

ところで、近代的「トラストの形成のさい」に生ずる「創業者利得の一部分は反抗的だが重きをなす諸構成企業に〔「資本還元された利潤に等しい資本の価格」²⁰⁾ よりも〕より高い買収価格を払ってその工場を売らせるために充用しうる」²¹⁾ が、それとは反対に、実質的により低い価格で諸構成企業を買収し、「創業者の分け前を創業者利得以上に高める」²²⁾ ことも、「株式の水増し(stock watering)」²³⁾ をおこなって、「会社証券の額面価額が利潤を基礎とする実際価値〔としての市場価値〕をこえる状況」²⁴⁾ をつくりだせば、可能となる。なぜなら、企業の「収益が総株式資本の相場を決定するが、総株式資本が多数の株式からなればなるだけ、個々の株式に割当てられる可除部分はますます小さくなる」²⁵⁾ ので、買収対価として表面上多額の株式を交付しても、それが水増し株であれば、貨幣価値の減少するインフレーション時の実質賃金が表面上上げられた貨幣賃金よりも低くなるのと同じように、市場価値がより低い株式を交付したことになるからである。

しかも、「このことは〔アメリカにおける〕1897年から1903年にいたる企業合同期または〔近代的〕『トラスト』形成期にとくに真実であった」²⁶⁾ ので、

20) Hilferding, *a. a. O.*, S. 334n.

21) Hilferding, *a. a. O.*, S. 333.

22) Hilferding, *a. a. O.*, S. 154.

23) Edward Sherwood Meade, *Trust Finance, A Study of the Genesis, Organization, and Management of Industrial Combinations*, New York, 1903, p. 303.

24) *Ibid.*, p. 291.

25) Hilferding, *a. a. O.*, S. 153.

26) David L. Dodd, *Stock Watering, The Judicial Valuation of Property for Stock-Issue Purposes*, New York, 1930, p. 5n.

ヒルファードィングは、その当時の「トラスト金融」に特有の現象——「産業トラストにより、ほとんど例外なく、累積優先株がそれと同額の普通株とともに発行された」²⁷⁾ が、デューイングが調査した14社を「平均すると、発行された〔株式〕証券の額面総額の40%〔社債をふくむ発行証券の額面総額の30%〕が現実の有形資産に相当していた」²⁸⁾ ために、「普通株の実際市場価値は仮定上の額面総額よりもはるかに低〔く、したがって、社債をふくむ発行証券の市場価値はその額面総額の半分をわずかに上回るにすぎな〕かった」²⁹⁾ と特徴づけられている財務現象——に即して、「過度の過大資本化 (excessive overcapitalization)」³⁰⁾ としての株式の水増しについて、つぎのようにのべている。

27) Meade, *op. cit.*, p. 102.

28) Dewing, *op. cit.*, p. 531. Cf. Dewing, *op. cit.*, p. 532t.

29) Dewing, *op. cit.*, p. 537. Cf. Dewing, *op. cit.*, p. 532t.

30) Richards C. Osborn, *Corporation Finance*, New York, 1959, p. 526n.

周知のように、『株式の水増し』という用語には……財務論者によっていろいろな定義が与えられてきた」(Dodd, *op. cit.*, p. 3n.) し、また「過大資本化についてもそれを問題とした論者の数と同じくらい多くの定義があるようである」(Floyd F. Burtchett, *Corporation Finance*, New York, 1934, p. 366n.) が、大別すると、つぎのように分類できる。

《株式の水増し》

W₁) 株式の額面総額が資産の再生産価値または時価をこえる超過額

W₂) 株式の額面総額が収益還元価値または株価総額をこえる超過額

《過大資本化》

O₁) 会社証券、特に株式の額面総額が資産の再生産価値または時価をこえる超過額

O₂) 会社証券、特に株式の額面総額が収益還元価値または株価総額をこえる超過額

したがって、株式の水増しと過大資本化の関係については、W₁ と O₁、W₂ と O₂ という同一レベルでの、W₁ と O₂、W₂ と O₁ ということとなるレベルでの、合せて4つの組合せが可能であるが、多くの論者は、同一レベルで、ライオン、ジョーンズ、ホーランドのように W₁ と O₁ の組合せを選ぶ (H. W. Lyon, *Capitalization, A Book on Corporation Finance*, Boston, 1912, p. 86; Henry E. Hoagland, *Corporation Finance*, 2nd ed., New York, 1938, p. 209; Jones, *op. cit.*, p. 269n.) か、ミードのように W₂ と O₂ の組合せを選んでいく (Meade, *op. cit.*, pp. 290-291, 303, 314.) のにたいし、ことなるレベルで、ヒールドのように W₁ と O₂ の組合せやバーチュエットのように W₁ と O₁ または O₂ の組合せを選んだ少数の論者もいた (Kenneth Field, *Corporation Finance*, New York, 1938, p. 73; Burtchett, *op. cit.*, p. 990n.)。

ところが、ヒルファードィングの場合には、これらアメリカの論者とは違って、W₂ と O₁ の組合せにしたがい、過大資本化 (Überkapitalisation) を「現実に機能する資本と〔名目的〕株式資本の差額」(Hilferding, *a. a. O.*, S. 156n.) としてとらえ、そのさい「名目的株式資本が〔過度に〕大きくて、……その相場が名目価値以下に、額面以下に下れば、株式資本の水増し (Verwässerung) と呼ばれている。」(Hilferding, *a. a. O.*, S. 153.)

このようにみえてくると、ヒルファードィングの用語法にしたがうかぎり、株式の水増しとは O₁ の意味の過大資本化が収益還元価値または株価総額マイナス資産の再生産価値または時価をこえる「過度の過大資本化」に相当することになる。

「名目的株式資本が大きくて、発行のさいのその相場が名目価値以下に、額面以下に下れば、株式資本の水増しと呼ばれる。……水増しは創業利得とは関係がない。……じっさい水増しはなんら本質的なものではなく、したがって創業者利得とはちがいで通常は法律によって防止できる。……しかし、事情により水増しは創業者の分け前を創業者利得以上に高めるのに格好の金融技術上の手段となる。たとえば、アメリカでは、大規模な創業にさいしては通例優先株および普通株の2種類の株式が発行される。……優先株の〔額面総〕額は、創業のさいに、現実には機能することが必要な資本よりも大きくなるように普通は算定される。優先株のうちにすでに創業者利得の最大部分がふくまれている。そればかりか、さらにたいていの場合ほぼ同額の普通株が加わる。たいていの場合優先株と普通株をあわせて〔優先株の〕額面〔総額〕をいくぶんかこえる程度だ。」³¹⁾ (傍点—高寺)

ところで、ヒルファーディングは上記の引用文につづいて、「この金融方法は〔トラストの〕創業によって期待される特別利潤〔を資本還元した創業利得〕……を〔トラストの〕創業者つまり普通株の所有者に保証する」³²⁾ (傍点—高寺) といっている。たしかに「通例……普通株は〔トラストの形成によって創出される〕独占〔的特別〕利潤の期待をあらわしていた」³³⁾ から、それがすべてトラスト創業者の手に入ったならば、上記の引用文中の「優先株のうちにすでに……〔そ〕の最大部分が含まれている」創業利得とは、近代的トラストの形成のさいに特別利潤を資本還元してあらたに生ずる創業利得ではなく、そこに吸収された諸構成会社の創業のさいにすでに平均利潤マイナス利子を資本還元して形成された創業利得である、と解さねばならなくなるであろう。「しかしながら、〔過度の〕過大資本化〔としての株式の水増し〕は優先株には関係ない」³⁴⁾——事実、「優先株は手がたい創業では〔額面にたいし〕だいたい利

31) Hilferding, *a. a. O.*, S. 153-154.

32) Hilferding, *a. a. O.*, S. 155-156.

33) Jones, *op. cit.*, p. 269. Cf. Meade, *op. cit.*, pp. 100, 107.

34) Meade, *op. cit.*, p. 101.

子ていどの累積配当がなされる」³⁵⁾ので、その株価はほぼ額面相当額となる——のに、普通株は株式の水増しの影響をまともにうけて、その株価は水増し分だけ額面を下回るから、それがすべてトラスト創業者の手に入っても、「創業者の分け前を創業者利得以上に高める」ことはできない。そのためには、できるかぎり普通株の代りに優先株を入手すればよいのであるが、実際には、優先株と普通株を半々に入手するのが普通であった。

事実、「たいていの場合、〔優先株とそれと同額の普通株とからなる発行株式の全部または一部の引渡しをうけた〕プロモーターは〔構成会社の支配株主である〕製造業者〔や一般株主〕に現金100ドルの代りにすくなくとも1株の優先株と普通株1株を交付した」³⁶⁾から、プロモーターには「彼らの報酬として株式の半分が優先株あとの半分が普通株が残った。」³⁷⁾

このように、創業者のうる「実際利得が半分は優先株あとの半分は普通株からなる株式……の実現可能価額であった」³⁸⁾場合には、株式の水増しの影響を受けない「優先株のうちにすでに〔特別利潤を資本還元した〕創業者利得の大部分が含まれている」ことになるが、では、その場合、普通株の水増しによって「創業者の分け前を創業者利得以上に高める」はずだった利得はどこへいってしまったのであろうか。

そこで、以下、本稿では、この問題を解くために順をおって試みたモデル分析を再現することによって、どのような論理操作をへて、普通株の水増しによる「間接的利得は〔表面的に高い買収価格を通じて、吸収された構成会社の支配株主である〕製造業者やしばしば被吸収会社の〔一般〕大衆株主へいった」³⁹⁾という結論に達したかを明らかにしよう。

35) Hilferding, *a. a. O.*, S. 154-155.

36) Jones, *op. cit.*, p. 284.

37) Jones, *op. cit.*, p. 290.

38) Jones, *op. cit.*, p. 292.

39) Dewing, *op. cit.*, p. 539.

II 過大資本化と創業利得

まず、全体として平均利潤をあげている n 個の構成会社を吸収して近代的トラストを形成する場合に、構成会社の株主に買収対価として交付する優先株と普通株の額面総額はどのようにして決定されるか、また、そのさい過大資本化はどれだけおこなわれるか、という点からモデル分析をはじめよう。

いま、 n 個の構成会社がそれぞれもっていた資産を $a_1, a_2, a_3, \dots, a_n$ 、全体としてもっていた資産を A であらわすと、承継資産は

$$a_1 + a_2 + a_3 + \dots + a_n = A \quad (1)$$

となる。また、 n 個の構成会社のそれぞれの個別利潤率を $r_1, r_2, r_3, \dots, r_n$ 、全体の平均利潤率を r であらわすと、承継資産の収益力は

$$a_1 r_1 + a_2 r_2 + a_3 r_3 + \dots + a_n r_n = Ar \quad (2)$$

となる。

そこで、利子率が i という条件のもとで、この承継資産の収益力を資本還元してえられる株価総額をもって構成会社の株主に交付すべき株式の額面総額を決定するとすると、株式の額面＝株価総額は

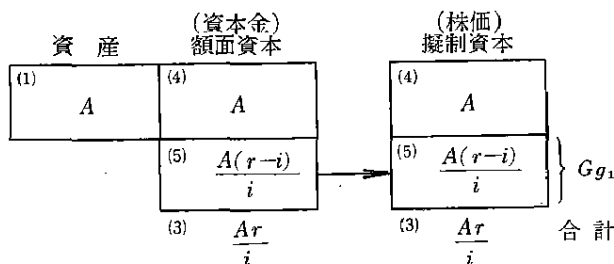
$$\frac{a_1 r_1}{i} + \frac{a_2 r_2}{i} + \frac{a_3 r_3}{i} + \dots + \frac{a_n r_n}{i} = \frac{Ar}{i} \quad (3)$$

に形成されるが、その場合、構成会社の株主へ交付する株式を種別化して、優先株には平均利潤のうち（承継資産にたいする）利子相当額を優先的に配当し、普通株には残余利潤を配分（または配当）するとすると、(3)式があらわしている株式の額面＝株価総額は優先株と普通株とにつぎのように振分けられる（第1図参照）。

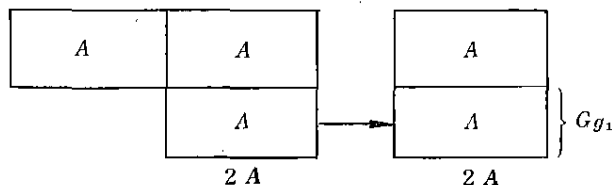
$$\frac{a_1 i}{i} + \frac{a_2 i}{i} + \frac{a_3 i}{i} + \dots + \frac{a_n i}{i} = A \quad (4)$$

$$\begin{aligned} & \frac{a_1(r_1 - i)}{i} + \frac{a_2(r_2 - i)}{i} + \frac{a_3(r_3 - i)}{i} + \dots \\ & + \frac{a_n(r_n - i)}{i} = \frac{A(r - i)}{i} \end{aligned} \quad (5)$$

第1図



第2図



(4)式が(1)式と等しいことからわかるように、「優先株はトラストに合同する以前〔の競争条件のもと〕における製造工場の価値をあらわしていた」⁴⁰⁾が、その場合に、 $r=2i$ という条件が成立していれば、(3)式と(5)式の r を $2i$ に置換えると、(3)= $2A$ 、(5)= A となることからわかるように、株式の額面=株価総額 $2A$ は優先株と普通株とに半々に A ずつ振分けられる(第2図参照)。事実、近代的トラストの形成期には、かかる条件が成立していたようで、その当時の「会社金融における特典は10,000ドル〔の資産〕と交換に〔額面100ドルの〕優先株100株とそれに追加して〔額面100ドルの〕普通株の一定額、通常は100株を受取る権利である」⁴¹⁾といわれていた。

40) Jones, *op. cit.*, p. 269. Cf. Charles R. Van Hise, *Concentration and Control, A Solution of the Trust Problem in the United States*, New York, 1912, p. 28; Meade, *op. cit.*, p. 100.

41) Meade, *op. cit.*, p. 112.

ところで、ヒルファーディングも強調しているように、「株式資本の相場価値は正常な条件のもとで機能する資本すなわち平均利潤をもたらず資本の価値よりもつねに大きい」⁴²⁾が、この場合には、株価総額に等しく額面総額を決定しているので、株式の水増しはまったくおこなわれていないにもかかわらず、(3)式から(1)式を差引いた額だけ過大資本化がおこなわれている。

$$\frac{Ar}{i} - A = \frac{A(r-i)}{i} \quad (6)$$

しかも、この場合の過大資本化は、(6)式が(5)式と等しいことからわかるように、普通株の額面総額に相当する。

実際問題として、この過大資本化はすでに構成会社においておこなわれた過大資本化を承継している場合が多いが、(5)式ないし(6)式は、見方をかえれば、すでに構成会社においてその平均利潤マイナス利子を資本還元して成立ずみの創業利得を(第1図では G_{G1} として)あらわしている*。この構成会社において成立ずみの創業利得は構成会社の創業者が入手してしまっているから、原則としてトラストの創業者の手には入らない。もちろん、構成会社の創業者がのちにトラストの創業者となる場合には、それは同一人によって入手されるが、いづれにしても、それはトラストの形成のさいにあらたに特別利潤を資本還元して成立する創業利得とは別物であることに注意しなくてはならない。

* ここでは、株価総額をもって額面総額を決定することになっているので、創業利得相当額の過大資本化がおこなわれているが、本来、過大資本化は創業利得と関係ない財務現象であることを見逃してはならない。「過大資本化は〔株式〕価格に少しも影響しない。擬制資本が名目上ふくれたために、〔その〕価格法則がどのように変更される、というのはおかしい考えである。」⁴³⁾

事実、額面株式の代りにそれと同じ配当(または利益配分)請求権をもつ無額面株式を発行し、その表示資本を額面資本の $1/\frac{r}{i}$ に縮減して $\frac{Ar}{i}/\frac{r}{i} = A$ ——その内訳をいうと、優先株の表示資本を $A/\frac{r}{i} = \frac{Ai}{r}$ 、普通株の表示資本を $\frac{A(r-i)}{i}/\frac{r}{i} =$

42) Hilferding, a. a. O., S. 151.

43) Hilferding, a. a. O., S. 156.

$\frac{A(r-i)}{r}$, それらを合せて $\frac{Ai}{r} + \frac{A(r-i)}{r} = A$ —とすれば, 過大資本化は解消するが, それによって株価やそこにふくまれている成立ずみの創業利得はなんらの影響も受けない。

もちろん, 過大資本化をおこなった場合には, 会計上それに見合う架空資産を計上して, 貸借のバランスをはからねばならないので, 過大資本化は, それをしなかった場合とくらべて, ことになった会計効果をもっていることは否定できない。過大資本化に見合う架空の「無形資産が認識され, 普通の仕方で償却されたならば, この手続は年々の償却費に等しい金額の利益を年々留保するという効果をもつ。」⁴⁴⁾ しかし, 過大資本化という財務現象をそれに見合せて計上されねばならない架空資産の償却を通じて将来留保することが予定されている利益を前もって全額一時に株式配当し, 資本化したものと考えれば, 過大資本化は, それをしないで, のちに留保する利益から少しずつゆっくりと株式配当をおこない, 資本に組入れてゆくの, タイミングのちがいはあっても, そこに本質的違いをみいだすことは困難である。

そこで, つぎに, 全体として平均利潤をあげている構成会社をもって独占利潤の期待される近代的トラストを形成する場合に, 株式の水増しをしないで株価総額をもって額面総額とすると, トラストの創業者に創業利得として交付できる優先株と普通株の額面=株価総額はどのように決定されるか, また, そのさい過大資本化はどれほどになるか, という点にモデル分析を移そう。

いま, トラストの独占利潤率を r' であらわすと, 株式の額面=株価総額は, 独占利潤 Ar' を i で資本還元して,

$$\frac{Ar'}{i} \quad (7)$$

に形成されるので, そこから構成会社の株主へ交付すべき株式の額面=株価総額をあらわしている(3)式を差引くか, または, 直接特別利潤 $A(r'-r)$ を資本還元すると, トラストの創業者に創業利得(第3図では G_{G_2})として交付できる株式の額面=株価総額がえられる。

$$\frac{Ar'}{i} - \frac{Ar}{i} = \frac{A(r'-r)}{i} \quad (8)$$

44) J. M. Yang [揚], *Goodwill and Other Intangibles, Their Significance and Treatment in Accounts*, New York, 1927, pp. 221-222.

そこで、このトラストの創業者に交付できる株式の額面＝株価総額をさきに(3)式を(4)式と(5)式に振分けたと同じ割合で、優先株と普通株とに振分けると、優先株には、

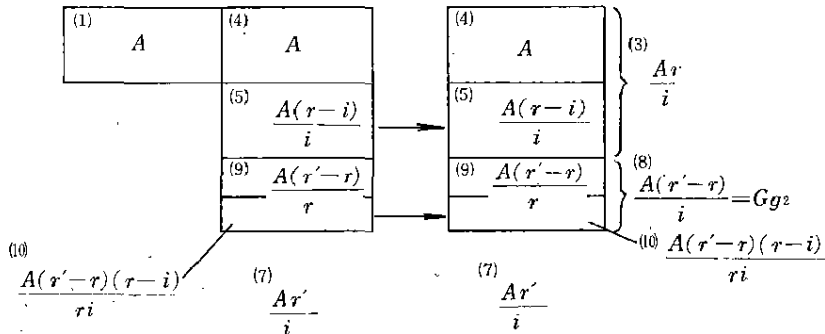
$$\frac{Ar}{i} : A = \frac{A(r'-r)}{i} : x \quad x = \frac{A(r'-r)}{r} \quad (9)$$

が割当てられ、普通株には、(8)式から(9)式を引いた残りとして、

$$\frac{Ar}{i} : \frac{A(r-i)}{i} = \frac{A(r'-r)}{i} : x \quad x = \frac{A(r'-r)(r-i)}{ri} \quad (10)$$

が割当てられる(第3図参照)。

第3図



その結果、トラストの形成のさいに発行される優先株の額面＝株価総額は、(4)式に(9)式を加えて、

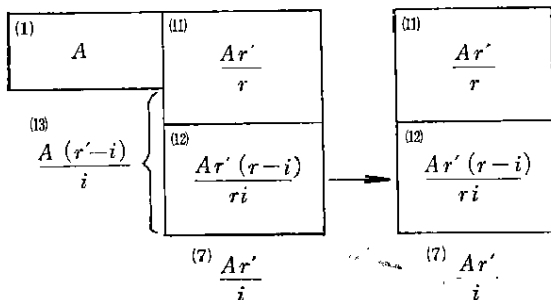
$$A + \frac{A(r'-r)}{r} = \frac{Ar'}{r} \quad (11)$$

に形成され、そのさいの普通株の額面＝株価総額は、(5)式に(10)式を加え、または(7)式から(11)式を引いて、

$$\frac{A(r-i)}{i} + \frac{A(r'-r)(r-i)}{ri} = \frac{Ar'(r-i)}{ri} \quad (12)$$

に形成される* (第4図参照)。

第4図



* その場合に、 $r'=1.5r=3i$ という条件が成立していれば、(7)式以下の各式の r' を $3i$ に、 r を $2i$ に置換えることができるので、(7)= $3A$ 、(8)= A 、(9)= $0.5A$ 、(10)= $0.5A$ となり（第5図参照）、(11)= $1.5A$ 、(12)= $1.5A$ となる（第6図参照）であろう。

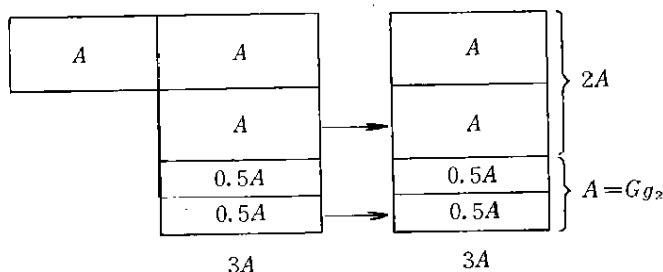
こうして、(11)式の優先株の額面=株価総額 $\frac{Ar'}{r}$ のうち(4)式の A は構成会社の株主へ、残りの(11)-(4)=(9)式の $\frac{A(r'-r)}{r}$ はトラストの創業者へ交付され、また、(12)式の普通株の額面=株価総額 $\frac{Ar'(r-i)}{ri}$ のうち(5)式の $\frac{A(r-i)}{i}$ は構成会社の株主へ、残りの(12)-(5)=(10)式の $\frac{A(r'-r)(r-i)}{ri}$ はトラストの創業者へ交付される。その結果、構成会社の株主には(4)+(5)=(3)式の優先株と普通株の額面=株価総額 $\frac{Ar}{i}$ が買収対価として交付され、他方、トラストの創業者には(9)+(10)=(8)式の優先株と普通株の額面=株価総額 $\frac{A(r'-r)}{i}$ が創業利得として交付されるわけである。

いいおくれたが、この場合には、過大資本化は(7)式から(1)式を引くか、(5)式または(6)式に(8)式を加えた

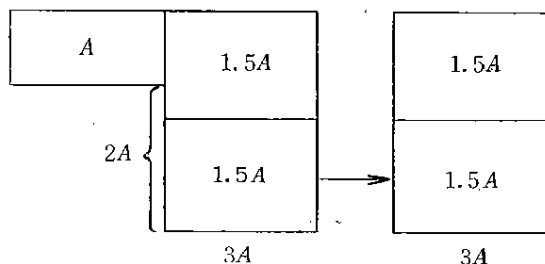
$$\frac{Ar'}{i} - A = \frac{A(r-i)}{i} + \frac{A(r'-r)}{i} = \frac{A(r'-i)}{i} \quad (13)$$

に達しているにもかかわらず、株式の水増しはまったくなされていない。それでは、(13)式をこえて「過度の過大資本化」として株式の水増しをおこなったならば、構成会社の株主とトラストの創業者とに交付する株式の株価総額の配分

第5図



第6図



はどのように歪んでくるであろうか。また、かかる歪みはどのようにして調整されるであろうか。以下、章をあらためて、この点にモデル分析を進めよう。

III 過度の過大資本化と創業利得

そこで、近代的トラストの形成によって独占利潤が Ar' しか期待できないにもかかわらず、そこに形成される(7)式の株価総額 $\frac{Ar'}{i}$ をこえて、 Ar' より高い独占利潤が期待されたならば形成されるであろう株価総額に相当する額面総額の株式が発行されたとしよう。 r' より高い独占利潤率を r'' であらわすと、この場合に発行される株式の額面総額は

$$\frac{Ar'}{i} : \frac{A(r-i)}{i} = \frac{A(r''-r)}{i} : x \quad x = \frac{A(r''-r)(r-i)}{ri} \quad (18)$$

が割当てられる(第7図の左側参照)。

したがって、全体としては(14)式の発行株式の額面総額 $\frac{Ar''}{i}$ のうち、優先株には、(4)式に(17)式を加えた

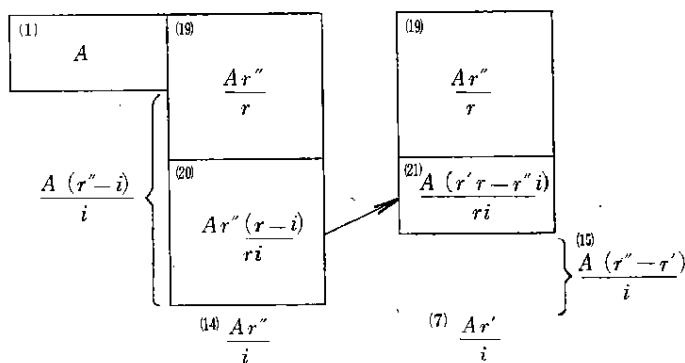
$$A + \frac{A(r''-r)}{r} = \frac{Ar''}{r} \quad (19)$$

が割当てられ、普通株には、(5)式に(18)式を加えた

$$\frac{A(r-i)}{i} + \frac{A(r''-r)(r-i)}{ri} = \frac{Ar''(r-i)}{ri} \quad (20)$$

が割当てられる(第8図の左側参照)。

第8図



もちろん、この場合、発行株式の株価総額は額面総額よりもその水増し分だけは $\frac{Ar'}{i}$ 低い(7)式の株価総額にとどまっている。しかし、優先株の株価総額は、株式の水増しとは関係なく、(19)式の $\frac{Ar''}{r}$ に形成されるので、普通株の株価総額は(7)式から(19)式を引いた

$$\frac{Ar'}{i} - \frac{Ar''}{r} = \frac{A(r'r-r''i)}{ri} \quad (21)$$

に形成される(第8図の右側参照)。

なお、この普通株の株価総額は、(20)式の普通株の額面総額にたいする(5)式の構成会社の株主に交付する普通株の額面総額の割合と(18)式のトラストの創業者に交付する普通株の額面総額の割合にしたがい、振分けることができるので、そうすると、構成会社の株主へ交付される普通株の株価総額は

$$\frac{Ar''(r-i)}{ri} : \frac{A(r-i)}{i} = \frac{A(r'r-r''i)}{ri} : x$$

$$x = \frac{A(r'r-r''i)}{r''i} \quad (22)$$

に形成され、その残りとして、トラストの創業者へ交付される普通株の株価総額が

$$\frac{Ar''(r-i)}{ri} : \frac{A(r''-r)(r-i)}{ri} = \frac{A(r'r-r''i)}{ri} : x$$

$$x = \frac{A(r''-r)(r'r-r''i)}{r''ri} \quad (23)$$

に形成されることがわかる。

したがって、構成会社の株主へ交付される株式の株価総額は、(4)式に(22)式を加えた

$$A + \frac{A(r'r-r''i)}{r''i} = \frac{Ar'r}{r''i} \quad (24)$$

に形成され、他方、その残りとして、トラストの創業者に交付される株式の株価総額が(23)式に(23)式を加えた

$$\frac{A(r''-r)}{r} + \frac{A(r''-r)(r'r-r''i)}{r''ri} = \frac{Ar'(r''-r)}{r''i} \quad (25)$$

に形成される* (第7図の右側参照) わけである。

* その場合に、 $r'' = \frac{2}{1.5}r' = 2r = 4i$ という条件が成立していれば、(14)式以下の各式の r'' を $4i$ に、 r' を $3i$ に、 r を $2i$ に置換えることができるから、(14)= $4A$ 、(15)= A 、(16)= $2A$ 、(17)= A 、(18)= A 、(19)= $2A$ 、(20)= $2A$ となり (第9図と第10図の左側参照)、(21)= A 、(22)= $0.5A$ 、(23)= $0.5A$ 、(24)= $1.5A$ (25)= $1.5A$ となる (第9図と第10図の右側参照) であろう。

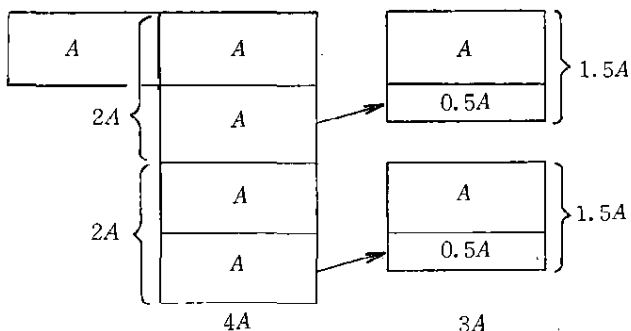
その結果、構成会社の株主は、(15)式の株式の水増し $\frac{A(r''-r')}{i}$ により、入

手する株式の株価総額において、(3)式から(24)式を引くか、または(5)式から(22)式を引いた

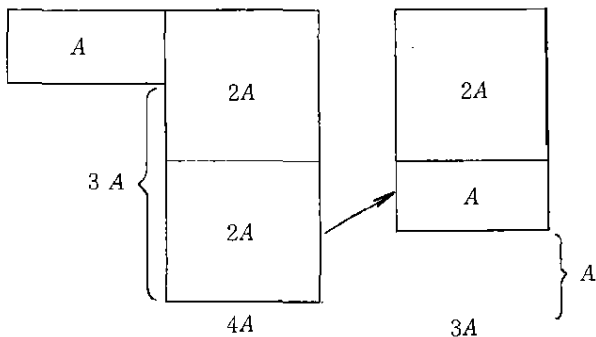
$$\frac{Ar}{i} - \frac{Ar'r}{r''i} = \frac{A(r-i)}{i} - \frac{A(r'r-r''i)}{r''i} = \frac{Ar(r''-r')}{r''i} \quad (26)$$

をうしない、それとは反対に、トラストの創業者は、(8)式の創業利得 $\frac{A(r'-r)}{i}$ 以外に、さらに、(25)式から(8)式を引いた

第9図



第10図



$$\frac{Ar'(r''-r)}{r''i} - \frac{A(r'-r)}{i} = \frac{Ar'(r''-r')}{r''i} \quad (27)$$

をうることになる。

この27式が26式と等しいことからわかるように、トラストの「創業者の分け前を創業者利得以上に高める」間接的利得は、本来構成会社の株主に交付すべき株式の株価総額を水増しを通じて引下げることによって、えたものにほかならない。しかし、このように構成会社の株主の犠牲においてトラストの創業者が利得する結果となる株式の水増しは、構成会社の株主の抵抗なしに、実施することはできない。事実、構成会社の株主の抵抗を回避するため、トラストの「創業者の分け前を創業者利得以上に高める」「間接的利得は〔表面的に高い買収価格を通じて、吸収された構成会社の支配株主である〕製造業者やしばしば被吸収会社の〔一般〕大衆株主へいった。」

この場合、かかる間接的利得を構成会社の株主へ引渡すには、構成会社の株主へ交付する株式の額面総額と株価総額を(3)/24倍にふやせばよいから、そうすると、構成会社の株主に交付する株式の額面総額と株価総額は、それぞれ(3)

式と24式を $\frac{Ar}{i} / \frac{Ar'r}{r''i} = \frac{r''}{r'}$ 倍した

$$\frac{r''}{r'} \frac{Ar}{i} = \frac{Ar''r}{r'i} \quad (28)$$

$$\frac{r''}{r'} \frac{Ar''r}{r''i} = \frac{Ar}{i} \quad (29)$$

にふえ、その内訳として、優先株の額面＝株価総額は、(4)式を $\frac{r''}{r'}$ 倍した

$$\frac{r''}{r'} A = \frac{Ar''}{r'} \quad (30)$$

に形成され、その残りとして、普通株の額面総額と株価総額は、それぞれ(5)式と22式を $\frac{r''}{r'}$ 倍した

$$\frac{r''}{r'} \frac{A(r-i)}{i} = \frac{Ar''(r-i)}{r'i} \quad (31)$$

$$\frac{r''}{r'} \frac{A(r'r-r''i)}{r''i} = \frac{A(r'r-r''i)}{r'i} \quad (32)$$

に形成される (第11図の上部参照)。

その結果、(29)式が(3)式と等しくなることからわかるように、株式の水増しをした場合に構成会社の株主に交付する株式の株価総額は、水増しをしない場合に構成会社の株主へ交付すべき株式の株価総額に等しくなるが、それと同時に、株式の水増をした場合にトラスの創業者に交付する株式の株価総額を、水増しをしない場合にトラスの創業者に交付できる株式の株価総額に等しくなるよう、(8)/(25) 倍にへらさねばならないので、そうすると、トラスの創業者に交付する額面総額と株価総額は、それぞれ(16)式と(25)式を $\frac{A(r'-r)}{i} / \frac{Ar''(r''-r)}{r''i}$ $= \frac{r''(r'-r)}{r'(r''-r)}$ 倍した

$$\frac{r''(r'-r)}{r'(r''-r)} \frac{A(r''-r)}{i} = \frac{Ar''(r'-r)}{r'i} \quad (33)$$

$$\frac{r''(r'-r)}{r'(r''-r)} \frac{Ar'(r''-r)}{r''i} = \frac{A(r'-r)}{i} \quad (34)$$

にへり、その内訳として、優先株の額面＝株価総額は、(17)式を $\frac{r''(r'-r)}{r'(r''-r)}$ 倍した

$$\frac{r''(r'-r)}{r'(r''-r)} \frac{A(r''-r)}{r} = \frac{Ar''(r'-r)}{r'r} \quad (35)$$

に形成され、その残りとして、普通株の額面総額と株価総額は、それぞれ(18)式

と(23)式を $\frac{r''(r'-r)}{r'(r''-r)}$ 倍した

$$\frac{r''(r'-r)}{r'(r''-r)} \frac{A(r''-r)(r-i)}{ri} = \frac{Ar''(r'-r)(r-i)}{r'ri} \quad (36)$$

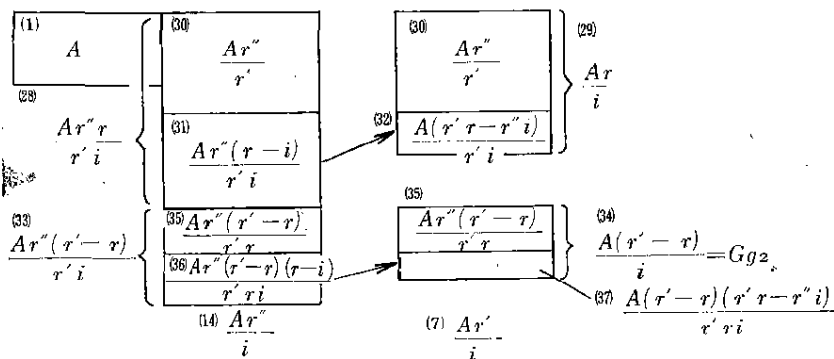
$$\frac{r''(r'-r)}{r'(r''-r)} \frac{A(r''-r)(r'r-r''i)}{r''ri} = \frac{A(r'-r)(r'r-r''i)}{r'ri} \quad (37)$$

に形成される* (第11図の下部参照)。

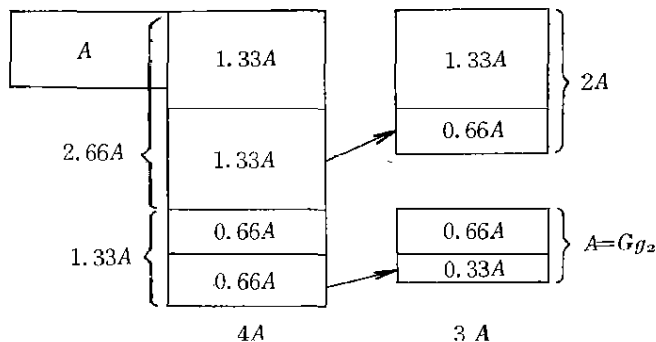
* その場合に、 $r'' = \frac{2}{1.5} r' = 2r = 4i$ という条件が成立していれば、(29)=2.66A, (28)=2A, (30)=1.33A, (31)=1.33A, (32)=0.66A, (33)=1.33A, (34)=A, (35)=0.66A, (36)=0.66A, (37)=0.33A となる (第12図参照) であろう。

その結果、(35)+(37)=(34)式が(8)式と等しくなることからわかるように、トラス

第11図



第12図



トの創業者に、株式の水増しをした場合にも、株価総額が $\frac{Ar''(r'-r)}{r'r}$ の優先株と $\frac{A(r'-r)(r'r-r''i)}{r'ri}$ の普通株、それらを合せて $\frac{A(r'-r)}{i}$ の株式が特別利潤を資本還元した創業利得として交付されるのである。